

N° 412789

Autorité des marchés financiers

6^e et 5^e chambres réunies

Séance du 11 janvier 2019

Lecture du 30 janvier 2019

CONCLUSIONS

M. Louis DUTHEILLET de LAMOTHE, rapporteur public

1. M. X... était analyste en charge du secteur parapétrolier au sein d'un bureau d'analyse financière particulièrement renommé en Europe, le bureau Y... Un bureau d'analyse réalise, en vertu de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier, un « *service connexe aux services d'investissement* » consistant à effectuer des analyses financières, qui peuvent déboucher sur des recommandations de stratégies d'investissement relatives à certains instruments financiers. Cette activité, définie à l'époque des faits à l'article L. 544-1 du code, fait l'objet d'une réglementation, fixée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers sur le fondement du IX de l'article L. 621-7 du code en vigueur dans cette affaire. Parmi ces règles, l'article 313-27 du règlement général de l'AMF alors en vigueur en pose une de bon sens et particulièrement importante : « *Les analystes financiers (...) s'abstiennent d'exécuter (...) des transactions personnelles ou des opérations pour le compte de toute autre personne (...) concernant des instruments financiers sur lesquels porte l'analyse financière (...) lorsque : a) ils ont connaissance de la date probable de diffusion de cette analyse financière ou de son contenu ; b) cette connaissance n'est pas accessible au public ou aux clients et ne peut pas être aisément déduite de l'information disponible* ». Autrement dit, dans les conditions précisées par ce texte, les analystes doivent s'abstenir d'acheter ou de vendre les instruments financiers sur lesquels leur bureau travaille et publie des analyses et recommandations qui éclairent le marché et peuvent l'influencer. Cette règle est de nature à garantir tant l'indépendance et la crédibilité des bureaux d'analyse que l'intégrité du marché. Elle évite la suspicion que la recommandation émise par le bureau soit polluée par des intérêts personnels sur les instruments financiers en cause ; elle protège le marché contre des opérations artificiellement lucratives de la part d'analystes anticipant l'effet sur le marché de la publication d'une analyse spectaculaire d'un bureau renommé.

Le 3 mars 2016, le collège de l'Autorité des marchés financiers a initié une procédure disciplinaire, en notifiant trois griefs à M. X... L'un n'est plus en cause devant vous et consistait à avoir diffusé une fausse information en publiant pour son bureau d'analyse une recommandation favorable au titre Vallourec alors qu'il avait lui-même pris une position sur ce titre, sans informer le public de ce conflit d'intérêt, et en revendant ses titres quelques heures plus tard pour une plus-value d'environ 34 000 euros. Les deux autres griefs portaient sur de nombreuses opérations lucratives similaires que l'intéressé a menées entre février 2012 et mars 2014 sur 76 autres titres. En outre, dans 28 cas, M. X... a réalisé une opération avant

que le bureau d'analyse ne rende public un changement de sa recommandation d'investissement sur le titre en cause, lui permettant ainsi de vendre ou d'acheter avant une baisse ou hausse escomptée du cours.

Les opérations réalisées sur ces 76 instruments l'ont été au moyen de comptes-titres non déclarés à l'employeur et en méconnaissance des règles déontologiques internes adoptées par celui-ci. Dans la décision qu'elle a rendue le 29 mai 2017, la commission des sanctions a retenu ce grief. Il n'est plus en litige. Mais le collège de l'AMF avait également poursuivi M. X... pour un troisième grief : un manquement d'initié pour avoir fait usage des informations privilégiées que constituait la connaissance des recommandations que s'apprêtait à publier le bureau d'analyse, dans les 28 cas où cette recommandation constituait un changement de position du bureau ou une première position sur ce titre. La commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n'a pas retenu de manquement d'initié. Au titre des deux griefs qu'elle a retenus, elle a sanctionné M. X... d'une interdiction d'exercer l'activité d'analyste financier pendant dix ans et d'une amende de 100 000 euros. Le président de l'Autorité a formé un recours *a minima* contre cette sanction, comme vous l'avez déjà admis (CE, 3 février 2016, Président de l'AMF, n° 369198, T.). Il estime que l'amende est trop faible, notamment parce que le grief de manquement d'initié aurait dû être retenu.

2. La principale question de l'affaire consiste donc à déterminer si les 28 recommandations en cause constituaient des informations privilégiées et, plus généralement, si une analyse ou une recommandation d'un bureau d'analyse peut être qualifiée comme telle. La commission des sanctions a pris, dans la décision attaquée, une position prudente. D'une part, au détour d'une phrase, elle a estimé que les analyses « *ayant par nature le caractère d'appréciations subjectives, [sont] insusceptibles d'être [des informations privilégiées]* ». Le même raisonnement aurait peut-être pu être transposé aux recommandations, puisqu'elles sont le résultat subjectif de cette analyse subjective : tout manquement d'initié aurait donc été exclu par principe pour l'utilisation d'une analyse et d'une recommandation. La commission des sanctions n'a pas été jusque là : elle a estimé « *qu'en admettant même que les 28 informations en cause relatives aux changements de recommandations d'investissement ou initiations de couverture puissent être qualifiées de privilégiées* », elles ne pouvaient recevoir cette qualification en l'espèce, pour trois raisons : l'incertitude tenant à la publication des analyses sous-jacentes aux recommandations, alors qu'un investisseur raisonnable se détermine à partir d'une analyse complète ; l'incertitude sur l'appréciation de l'influence que pouvaient avoir ces recommandations *ex ante* ; enfin, l'incertitude sur la renommée du bureau d'analyse Y spécifique pour chacun des 28 titres en cause, voire spécifique pour chacun des analystes financiers auteurs des notes.

La commission des sanctions a donc été particulièrement prudente, en adoptant un raisonnement hypothétique et en fondant surtout sa solution sur l'insuffisance du dossier. Les trois motifs qui l'ont conduit à écarter le manquement d'initié sont critiqués par le recours du collège de l'AMF, en droit et en fait. Mais, en amont des questions d'espèce, il y a la question de droit sur laquelle le recours vous invite à vous prononcer expressément : les analyses et recommandations des bureaux d'analyses peuvent-ils constituer des informations privilégiées et donner lieu à manquement d'initié ?

3. **Quelle est l'enjeu de cette qualification ?** Pour les analystes eux-mêmes, le fait que certaines recommandations encore non publiques de leur bureau puissent constituer des informations privilégiées pourrait aggraver la faute qu'il y a à en user, mais n'étendrait pas le champ des interdictions qui s'appliquent à eux, puisqu'ils doivent s'abstenir de toute opération relative à un instrument financier pour lequel leur bureau procède à des analyses encore non publiques et qui vont le devenir. En revanche, la qualification d'information privilégiée impliquerait que tout tiers à qui l'analyse ou la recommandation serait communiquée avant publication ne pourrait en faire usage en connaissance de cause sans commettre le délit d'initié sanctionné par l'article L. 465-1 du code monétaire et financier. En pratique, il semble qu'un très faible délai sépare l'envoi des analyses aux abonnés et aux « fournisseurs de données » que sont Reuters, Bloomberg etc., qui vont rendre l'information publique. Les bureaux font donc d'ores et déjà preuve d'une certaine prudence. Concrètement, si vous écarterz la qualification, cela signifierait qu'un abonné prévenu par avance de la publication prochaine d'une analyse modifiant la position du bureau sur un titre peut réaliser des opérations analogues à celles de M. X... sans manquement. Ce que vous allez juger est donc important pour le secteur des bureaux d'analyse en France : la détention d'informations privilégiées constitue une contrainte importante, notamment du fait de l'obligation de publication de l'information. Une analyse de droit comparé est nécessaire.

4. La notion d'information privilégiée vous est familière. Notion législative, reprise par le droit européen, elle est précisée à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Il s'agit d'une information relative à des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers, qui est à la fois précise et non publique et qui, si elle est rendue publique, est susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers en cause. Nous sommes ici en présence d'informations relatives à des instruments financiers et elles nous semblent précises. Le débat se concentre sur le caractère public et sur la capacité de l'information à influencer le cours de bourse, ce dernier élément s'appréciant par référence au comportement d'un « *investisseur raisonnable* » avant la publication de l'information. Deux thèses s'affrontent :

- une thèse objectiviste, selon laquelle l'information privilégiée doit concerner un événement non public du monde réel et ne peut être une simple opinion, si autorisée soit-elle. De ce point de vue, les analyses et recommandations d'un bureau d'analyses ne se fondent normalement que sur les éléments publics (rapports annuels, rapports financiers semestriels, etc.) : même non divulguées, elles ne sont que l'opinion interne du bureau d'analyse sur des éléments publics. Dès lors, il ne pourrait s'agir d'une information privilégiée. En outre, un investisseur raisonnable parfaitement efficace n'aurait pas besoin du bureau d'analyse pour tirer les bonnes conclusions des éléments publics utilisés par le bureau et la divulgation de l'opinion du bureau ne modifierait donc pas son comportement ;

- une thèse subjectiviste selon laquelle l'opinion forgée par certains bureaux d'analyse particulièrement réputées à partir de leur connaissance intime du marché, qui résulte tant des rapports publiés que de leur longue expérience du secteur, a une valeur propre pour le fonctionnement du marché et doit être considérée comme une information non publique tant qu'elle n'est pas communiquée par ce bureau. Cette information bénéficie d'une telle crédibilité aux yeux du marché que, réalité des fondamentaux d'un titre ou prophétie autoréalisatrice, sa publication peut avoir dans certains cas un effet prévisible sur le cours de bourse, notamment si le bureau d'analyse modifie substantiellement son analyse de la situation ou sa recommandation d'investissement. Selon ce point de vue, l'investisseur

raisonnable est conduit à intégrer cette information dans ses choix à court terme car il sait que, de fait, les éléments nouveaux apportés par cette publication vont influencer le marché. A première vue, cette seconde thèse semble plus proche de la réalité : de fait, la modification de la recommandation d'un grand bureau d'analyse va souvent influencer sur le cours de bourse.

4.1 En faveur de la thèse objectiviste, il nous semble que le dossier fait ressortir trois arguments, dont seul le dernier nous semble de poids, mais il est considérable. Il est d'abord argué de ce que votre jurisprudence n'a jamais jusqu'ici retenu comme information privilégiée que l'information sur un événement réel et non sur une opinion.¹ Certes, mais rien dans cette jurisprudence ne préjuge de notre cas. Sont ensuite mis en avant des arguments de texte : le considérant 31 de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché précise que les « *travaux de recherche et les estimations élaborées à partir de données publiques (...)* » ne devraient pas être considérés comme informations privilégiées. Cette position a été reprise au Royaume-Uni à l'article 118 C (al. 8) du Financial Services and Markets Act 2000. En France, c'est encore la position prise par le Code de déontologie élaboré par la société française des analystes financiers, qui n'a pas de valeur officielle mais qui fait référence : dès lors qu'une recommandation n'est pas elle-même fondée sur une véritable information privilégiée, elle ne peut « en principe » constituer une information privilégiée « *même si la diffusion de cette recommandation a un impact sur le cours de bourse* ». Ces références textuelles ont un certain poids mais nous verrons dans un instant qu'elles sont contredites par d'autres normes. En réalité, la véritable difficulté tient au troisième argument : la difficulté à tracer la frontière de l'information privilégiée qui tient à la connaissance d'une opinion sur un titre. Savoir que telle personnalité publique, peut-être fort éloignée du monde financier, va prochainement émettre une opinion en faveur ou défaveur d'une société, est-ce détenir une information privilégiée ? On peine à le concevoir alors même que ces prises de position peuvent, de fait, influencer sur le cours de bourse. Deux repères doivent permettre de tracer une frontière : d'une part, l'information privilégiée est celle qui va guider « *l'investisseur raisonnable* » : en principe, cet investisseur est imperméable à des raisonnements irrationnels qui peuvent parfois entraîner le marché. La difficulté est que, lorsqu'il est prévisible qu'une information va influencer le cours de bourse à court terme, même de façon exagérée voire injustifiée, il devient rationnel de la prendre en compte. D'autre part, la détermination de ce qui constitue ou non une information privilégiée doit, en vertu du principe de *légalité des délits*, demeurer suffisamment prévisible, car cette notion détermine une interdiction qui fait l'objet de lourdes sanctions.

4.2 En faveur de la thèse subjectiviste, on trouve aussi un certain nombre de prises de position et de textes, qui sont plus récents et qui intègrent l'intense réflexion sur la régulation financière menée depuis la crise de 2008. Il s'agit surtout du nouveau règlement européen sur les abus de marché, le règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014. Si la définition principale de l'information privilégiée, à son article 7, demeure inchangée dans ses éléments constitutifs, son considérant 28, qui en éclaire la portée, prend une position nuancée sur le cas des travaux de recherche. Tout en postulant qu'ils ne devraient pas en eux-mêmes être réputés être des

¹ Par exemple : un projet d'offre publique d'achat (CE, 6 avril 2016, n° 374224, Rec.) ou la mise en œuvre d'une stratégie d'achat d'actions (CE, 26 janvier 2015, *Président de l'AMF et a.*, n° 360933, inédit) ; un projet d'augmentation de capital (CE, 3 février 2016, *Président de l'AMF*, n° 369198, T.) ; la rupture prochaine d'un contrat stratégique (CE, 10 juillet 2015, n° 369454, T.).

informations privilégiées, lorsqu'ils sont élaborés sur la base de données publiques, il est précisé que « *cependant, peuvent, par exemple, constituer des informations privilégiées les informations dont la publication ou la diffusion est normalement attendue par le marché et contribue au processus de formation des cours des instruments financiers, ou celles rapportant l'avis d'un analyste des marchés ou d'une institution reconnus, qui peuvent fournir des informations quant aux cours d'instruments financiers liés* ». Cette réserve est particulièrement large, puisqu'elle peut englober toute analyse qui est « *attendue par le marché* » ou qui émane d'un analyse ou bureau d'analyste « *reconnu* » et qui du fait de cette attente ou de cette notoriété va avoir un effet sur le cours de bourse à sa publication. Cela correspond exactement à notre cas de figure. Certes, ce règlement n'est pas applicable à la date des faits sanctionnés mais son considérant 28 ne fait qu'éclairer une définition qui n'a pas changé. Le règlement reprend d'ailleurs une ancienne position prise en 2007 par l'ancien *Committee of European Securities Regulators (CESR, remplacé par l'AEMF (ou ESMA))*, demeurée assez isolée à l'époque². En outre, depuis une dizaine d'années, un certain nombre de régulateurs nationaux ont estimé que les travaux encore non diffusés d'un bureau d'analyse peuvent, dans certains cas, constituer une information privilégiée : la CONSOB italienne à compter de 2009³, confirmée par les cours d'appel de Turin et de Rome⁴ ; la FINMA suisse dans une circulaire publique du 29 août 2013 n° 2013/08 *Règles de conduite sur le marché* ; la SEC des Etats-Unis a pris une position analogue en 2010 (cf. Rapport d'enquête au dossier, p. 10). Il nous semble donc que l'analyse comparative tant de la réglementation que des modes de régulation des marchés financiers conforte l'idée qu'il faut tenir compte de l'impact réel et structurel de ces travaux sur le marché et qu'ils peuvent constituer des informations privilégiées. C'est ce que nous allons vous proposer, sous trois réserve :

- la première est que, ainsi que l'exprime la circulaire de la FINMA suisse, l'information privilégiée n'est pas tant la seule analyse ou recommandation elle-même que la connaissance de ce que cette information encore interne va être diffusée ; l'utilisation d'un travail de recherche purement interne ou limité à un cercle restreint, qui n'a pas vocation à être publié et ne peut donc influencer par lui-même le cours de bourse ne nous semble pas pouvoir constituer une opération d'initié ;
- ensuite, pour éviter l'effet de contagion et d'insécurité qu'aurait une conception trop subjective de l'information privilégiée, nous vous proposons de vous en tenir aujourd'hui, comme le règlement européen, au seul cas des travaux de recherche, analyses ou recommandations, émanant de professionnels du secteurs, analystes financiers ou institutions financières ;
- enfin, nous ne vous proposons pas de faire une différence entre analyses et recommandations, comme semble la faire la décision de l'AMF et comme l'ont envisagé certains documents d'instruction du dossier produit par l'AMF. Cette distinction, importante en pratique, nous semble difficile à tenir au regard de la qualification juridique d'information privilégiée : une analyse seule peut dans certains cas contenir une recommandation sous-jacente, évidente pour les professionnels du secteur et rapidement traduite par les relais d'information spécialisée, et avoir une réelle influence sur le cours. Comme nous vous le disions, la recommandation d'un

² CESR, juillet 2007, *Second Set of CESR Guidance and Information in the Common Operation of the Directive to the Market*

³ Décisions n°16983 et n°16991 de la CONSOB du 4 août 2009.

⁴ Arrêt de la Cour d'appel de Turin du 26 avril 2010 et arrêt de la Cour d'appel de Rome du 6 septembre 2010

bureau réputé peut fonder une décision d'investissement raisonnable malgré l'absence de publication de son analyse. Le règlement européen ne fait pas cette distinction.

5. Si vous nous suivez, **quelle position adopterez-vous en l'espèce ?** Il nous semble que vous serez conduits à écarter les diverses objections soulevées par la commission des sanctions pour retenir l'existence d'informations privilégiées : le caractère subjectif des analyses sous-tendant les recommandations ou le fait que ces analyses n'ont pas été publiées en même temps que les recommandations ne permet pas d'écarter cette qualification. Il nous semble par ailleurs excessif en l'espèce, vu la notoriété du bureau d'analyse Y..., que soit exigée une démonstration de la notoriété pour chaque valeur concernée, voire pour chacun des analystes auteur de la recherche : il suffit de constater, comme l'a fait la commission des sanctions, qu'on a affaire à l'un des bureaux d'analyse les plus importants et influents en France et même en Europe et de s'interroger sur l'impact potentiel qu'aurait un changement de recommandation de ce bureau sur un titre donné. Pour ce faire, la commission doit raisonner *ex ante*. La prise en compte de l'impact réel de la recommandation ne peut intervenir que pour invalider ou conforter l'analyse de la perception qu'on pouvait avoir de l'information avant sa publicité. En l'espèce, les 28 titres en question étaient principalement ceux de sociétés renommées (Peugeot, Renault, Veolia environnement, Accor, Publicis, M6, RTL, TF1, etc.), intéressant un grand public d'investisseurs. Il nous semble raisonnable de penser qu'un changement de recommandation d'un des plus grands bureaux d'analyse sur le titre va être suivi par un grand nombre d'investisseurs et influencer le cours. Cela ne serait pas le cas si le changement de recommandation ne faisait que tirer les conséquences évidentes d'un autre événement public, déjà connu et déjà intégré par le marché. Mais les éléments du rapport montrent que, titre par titre, rien d'important n'a, dans la plupart des cas, été publié ou révélé avant la publication du changement de recommandation. A titre confortatif, on notera que sur les 48 recommandations diffusées par le bureau, dans les 28 cas où le bureau a modifié sa recommandation ou initié une recommandation d'investissement, le cours a varié 28 fois dans le sens de la recommandation, et l'opération de M. X, qui portait sur ces titres à travers l'acquisition de produit dérivé CFD (*contract for difference*), a été bénéficiaire. Dans les quelques cas où la publication a été précédée d'un événement pouvant contribuer à expliquer l'évolution du titre, nous estimons que la notoriété du bureau d'analyse et l'importance de la diffusion de ses recommandations par les relais du secteur devait faire estimer qu'un investisseur raisonnable se fonderait sur cette recommandation, qui allait contribuer à une variation des cours. Enfin, il ressort clairement du dossier que pour mener les opérations en cause, M. X... a utilisé ces informations privilégiées : il a systématiquement pris une position boursière dans le sens de la recommandation, généralement quelques heures avant la publication et l'a débouchée au début de la séance de bourse suivante.

Nous vous proposons donc de retenir ici la qualification d'informations privilégiées, s'agissant des 28 recommandations qui différaient de celles précédemment émises par ce bureau ou constituaient des premières recommandations sur un titre.

6. **Quelles conséquences convient-il d'en tirer pour la sanction ?** Les mêmes opérations ayant déjà été sanctionnées au titre des obligations déontologiques propres aux analystes financiers, votre réforme de la décision de la commission des sanctions ne vous conduit pas à sanctionner de nouveau fait, seulement à opérer un cumul de qualifications. Ce cumul est fréquemment pratiqué par la commission des sanctions, ainsi que vous l'avez encore constaté

récemment (CE, 19 mai 2017, *Sté Virtu Financial Europe Limited*, n° 396698, T.). Il lui permet de protéger sa décision au cas où l'une des qualifications viendrait à être censurée. A notre connaissance, vous ne l'avez jamais validé ou invalidé, notamment au regard du principe *non bis in idem*. Si ce principe n'interdit pas, à certaines conditions, le cumul de répressions pénales et administratives, la Cour de cassation en tire pour conséquence, en matière pénale, qu'en cas de *cumul idéal d'infraction*, c'est-à-dire lorsqu'un même fait peut recevoir deux qualifications pénales (situation qui se distingue du cumul réel d'infraction, lorsque deux faits distincts fautifs sont en cause, cf. art. 132-2 sq du code pénal), il faut en principe choisir une seule qualification pénale (Cass. crim., 25 février 1921, S., 1923, p. 89 ; Crim. 26 mars 1974, Bull. n° 129), la plus adaptée, généralement la plus grave (Crim., 26 juin 1930, Bull. n° 190 ; 21 avril 1976, Bull. n° 122) et non les cumuler (Crim., 16 mai 1984, Bull. n° 181). Dans certains cas exceptionnels, lorsque les valeurs sociales protégées sont clairement distinctes ou en cas de pluralité de victimes, la Cour de cassation a admis qu'un même fait donne lieu à plusieurs déclaration de culpabilité, au titre de plusieurs infractions.⁵

En l'espèce, pouvez-vous vous éloigner de cette position du juge pénal en matière de concours idéal d'infractions et retenir vous-mêmes deux griefs pour exactement le même fait ? Il nous semble que oui, vous n'avez jamais fait vôtre la jurisprudence de la Cour de cassation et aucune de vos décisions ne marque de distance par rapport à la pratique courante de la commission des sanctions de l'AMF. Chaque grief constate la méconnaissance d'une règle administrative ou déontologique. Nous n'avons pas de doute pour vous proposer cette solution lorsque, comme en l'espèce, les textes ne prévoient pas une sanction attachée à chaque grief mais une échelle de sanction applicable à tous les manquements : l'autorité de sanction constate l'ensemble des règles méconnues par un même fait et choisit ensuite la sanction la plus adaptée. Il convient ensuite de tenir compte dans le prononcé de la sanction de ce que c'est bien un seul et même fait qui est sanctionné. Cela nous semble donc une conséquence de la technique de répression administrative et ne pas être contraire au principe *non bis in idem*. Le Conseil constitutionnel a d'ailleurs transposé à l'intérieur du cumul de répression administrative sa jurisprudence sur le cumul des répressions pénale et administrative, qu'il juge possible à condition de s'en tenir aux maxima les plus élevés de chaque peine encourue (CC, 17 janvier 2013, n° 2012-289 QPC). Vous réserverez la question de l'application de ces principes au cas du « cumul idéal de griefs » lorsque les textes attribuent à chaque manquement une sanction maximale propre, ce qui n'est pas impossible, même en matière administrative ; il y aurait probablement lieu d'appliquer le maximum le plus fort pour l'ensemble des griefs correspondant au même fait.

En l'espèce, la commission des sanctions a estimé que M. X... avait manqué à ses obligations déontologiques propres pour les opérations qu'il a réalisées entre le 22 février 2012 et le 31 mars 2014 sur 76 titres ; pour 28 de ces titres, les opérations réalisées l'ont, au surplus, été en utilisant une information privilégiée, contrevenant ainsi à l'interdiction plus générale des opérations d'initiés. En retenant cette qualification supplémentaire, vous aggravez sensiblement, pour ces 28 titres, la faute reprochée, même s'il s'agit du même fait, et cela doit

⁵ Cass. crim., 3 mars 1960, Bull. Crim. n° 138 ; Crim. 26 octobre 1960, Bull. N° 481 ; 8 mars 2005, Bull. N° 78. Il y a un débat en doctrine sur le point de savoir si l'admission de plusieurs qualifications lorsque plusieurs valeurs sociales sont en jeu relève d'une exception à l'interdiction du concours idéal d'infraction ou d'une assimilation au concours réel d'infractions : cf. Desportes et Le Gunehec, Droit pénal général, Economica, 15^e ed. 2008, n° 302, p. 254.

donc vous conduire à aggraver la sanction. Le profit net réalisé au titre des opérations sur les 76 titres s'élève, selon le mis en cause, à 343 000 euros bruts et 132 000 euros nets, dont la plus grande partie a été réalisée grâce aux opérations d'initiés. Il y a débat sur le *profit net* effectivement réalisé. Le calcul de M. X... retrace, outre les frais de courtage et commission, les impôts acquittés sur ces plus-values importantes, ce qui nous semble une façon restrictive d'apprécier le profit des opérations d'initié. Il vous faut par ailleurs tenir compte de la gravité de la sanction d'interdiction d'exercer l'activité d'analyste financier pendant dix ans, qui n'est pas contestée, et de la situation financière de M. X..., qui s'est fortement dégradée depuis les faits. Sans avoir à vous prononcer sur le profit net précisément réalisé par l'intéressé, nous vous invitons, eu égard à ces différents éléments, à porter la sanction financière à 200 000 euros.

Par ces motifs nous concluons donc à ce que vous réformiez la décision contestée pour retenir le grief tiré de l'utilisation d'informations privilégiées, à ce que vous portiez la sanction pécuniaire à 200 000 euros et ordonniez la publication de votre arrêt anonymisé sur le site internet de l'AMF, puisqu'il réforme une sanction qui a été publiée dans ces conditions. Vous rejetterez le surplus des conclusions du président de l'AMF et les conclusions de M. X... tendant au remboursement des frais qu'il a exposés pour sa défense (art. L. 761-1 CJA).